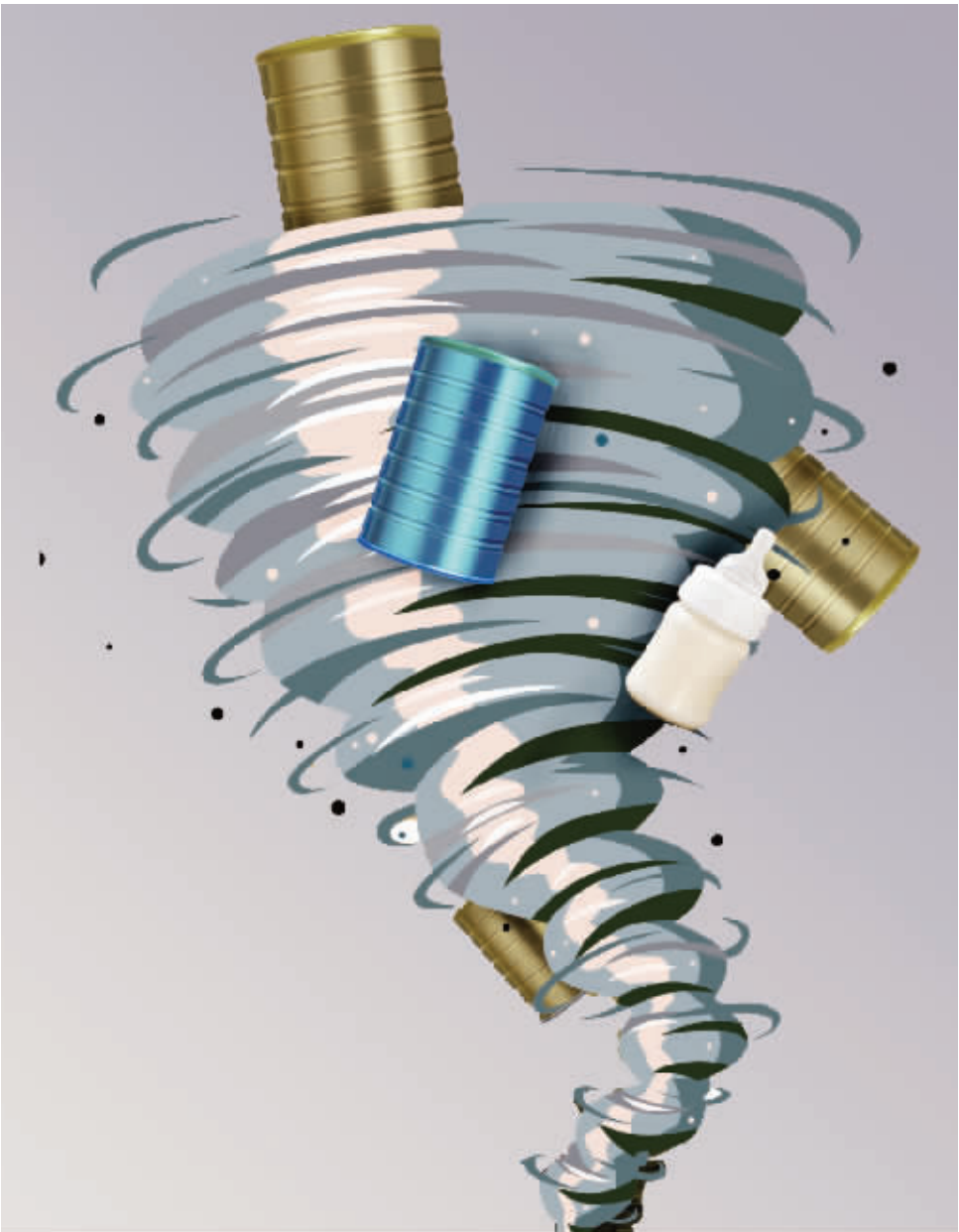


海外镀金惹争议 战略转型遇阵痛 非奶粉扩张迎挑战

贝因美 漩涡中的奶粉老大

□本报记者 王锦



IC图片

20%股权的国际化代价

2014年8月27日午间，已停牌多时的贝因美突然宣布了其和恒天然集团战略合作的消息——贝因美将与恒天然集团的下属子公司恒天然有限公司、恒天然乳品（香港）有限公司展开合作。

合作主要分为两步：首先，恒天然香港将通过向贝因美所有股东发出部分要约收购的方式，进行股权投资，以购买至多2亿股贝因美股票，占贝因美所有已发行股票的20%。其次，要约收购完成后，双方将在澳大利亚共同组建一个合资实体，该合资实体将购买恒天然集团的关联方在澳大利亚所拥有的达润（Darnum）婴幼儿配方奶粉厂，为恒天然集团和贝因美制造婴幼儿配方奶粉、基粉等营养粉，预计总投资为2亿澳元（贝因美持股51%、恒天然集团持股49%）。

双方均未透露要约收购价格，有新西兰媒体报道恒天然首席财务官披露的部分要约收购价格拟定为每股18元人民币。而贝因美停牌前的6月18日的收盘价为14.36元/股。对比这两个价格，意味着恒天然为本次要约收购付出了大约25%的溢价，并将支付总计约36亿元人民币的对价。

乳业专家宋亮认为，这对于恒天然来说是一笔划算的买卖。贝因美作为国内本土知名奶粉品牌，在国内拥有成熟的渠道，也有着较高的市场份额，无疑是亟需本土化和成熟渠道的恒天然在中国极佳的合作伙伴。恒天然除了是中国乳业的主要原料供应商之外，其旗下同样拥有“安满”、“安怡”、“安佳”等奶粉品牌，但其自去年在中国市场重点推广的婴幼儿奶粉品牌“安满”效果并不理想。在降低政策风险的同时，能够利用贝因美的渠道分销

旗下奶粉品牌，成为恒天然“捆绑”本土企业的重要原因所在。

根据贝因美公告，双方未来合作还包括：将探讨在中国共同投资建设牧场；将在其他方面进一步合作，包括产品的总代理协议、未来的合作扩展、优先合作权、新西兰/澳大利亚供应链的发展、知识产权等方面的合作。

至于贝因美一方，让渡20%股权给在中国乳品市场布局已久的既是其供应商但某种程度上也可以称得上竞争对手的恒天然，这笔买卖是否划算？则需要从贝因美的合作意图谈起。

“从中国乳业的消费数量来看，自产远远不够，必须有全球化资源做强力补充。全球化是中国奶粉企业的必然路线。”贝因美董事长王振泰接受中国证券报记者采访时曾表示。

在8月27日发布合作消息的说明会上，王振泰也称，贝因美将借力此战略合作，在立足中国的同时，加快国际化战略，积极打造全球性品牌，积累在全球市场的运营经验，开展全球化的运营模式，推进全球产业布局，实现从奶源管理到生产技术的国际化，为中国的乳品企业走出去迈出坚实的一步。

正如王振泰所言，国际化战略是贝因美寻求同恒天然合作的最重要的原因。

乳业专家宋亮表示，与需求相比，我国乳资源供应相对薄弱，资源南北区域差距大，且价格相对较高，未来随着需求不断增加，乳资源供求缺口大的矛盾将长期存在。通过海外投资或者与国外大型乳品企业强强合作，将直接提升企业乳资源的供应

保障能力。

对乳业研究多年的普天盛道董事长雷永军也指出，乳制品企业的国际化很早就有，尤其是奶粉企业，一方面是需要稳定的进口奶源保障，另一方面消费者对于国产奶粉的不信任也促使企业走出去，“国内企业在奶粉领域的竞争必须要走出去在全球做好布局，贝因美作为国产奶粉老大，也需要利用全球资源来谋求自己的发展。”

在此之前，包括伊利、光明、圣元、雅士利、飞鹤等国内乳品企业都在国际化方面有所行动。贝因美2012年也同爱尔兰Kerry集团战略合作，并在此基础上于2013年进一步成立了爱尔兰全资子公司，生产婴幼儿配方奶粉等。

但也有乳业分析人士对于贝因美和恒天然此次的战略合作并不看好，认为贝因美付出20%股权的代价太大，“没有持股同样可以获得恒天然的原料，更可以采用像其他乳企那样的直接设厂甚至收购等国际化方式，没必要引狼入室。”

在要约收购完成后，恒天然将成为贝因美的第二大股东。据悉，凭借该20%的股权，恒天然将有权在贝因美9人董事会中获得2席。但在公告中，恒天然也承诺其自身及其关联方不谋求贝因美的控制权，贝因美集团以及谢宏作为控股股东、实际控制人地位不变，贝因美的战略方向不变。

对此，雷永军则认为，没办法去评价20%股权的代价究竟值不值，因为在国际化合作的过程中商业利益并不是唯一的评价标准，而对于中国的乳粉企业来说，相较其他外资乳企，恒天然绝对是一个最为熟悉、较为了解的合作伙伴。

“二次创业”遭遇业绩下滑

无论同恒天然的合作是否值得，也不管外界对此评价如何，国际化战略在贝因美发展规划中的地位早已确立。一位乳业人士称，当下的贝因美正在“下一盘很大的棋”，而国际化战略在其中扮演着很重要的助推角色。

王振泰表示，贝因美的全球化战略，是贝因美自“二次创业”起，能否在当前规模和体量下保持良好发展势头的很重要的一个方面。

王振泰所提及的“二次创业”是贝因美目前正在经历的新的发展阶段——实现从“国产奶粉老大”到“婴童食品第一品牌”的进阶。

相比伊利、蒙牛等老牌乳企，成立于1999年的贝因美发展历史并不长，但其崛起速度则着实令人惊叹。2002年，以米粉起家的贝因美才正式进军婴幼儿奶粉领域，并在2008年的“三聚氰胺”事件之后迅速赢得市场机会，在12年时间内便发展成为国产奶粉市场份额第一名。

AC尼尔森数据显示，2012年，以销售额计算，奶粉前五大品牌市场份额分别为美赞臣12.3%、多美滋11.7%、惠氏11%、贝因美8.7%、雅培7.7%，前五大品牌中，仅有贝因美一家国产奶粉企业。2013年，受到行业变局、“肉毒杆菌”等多重因素影响，奶粉市场前五大品牌也发生了不小的变化，惠氏市场占有率升至第一位，多美滋退出前五大品牌行列，而贝因美则牢牢占据着国产品牌第一、全部品牌第三的位置。

“奶粉的辉煌已经成为过去，贝因美提出了二次创业的口号，进入了新的品类。怎样在新的领域内更好发展，其实也是一个创业过程。”王振泰称。

2014年2月8日，贝因美进行更名，公司名称由“浙江贝因美科工贸股份有限公司”变更为“贝因美婴童食品股份有限公司”，正式释放出公司战略转型、专注婴童食品的信号。

然而，伴随“二次创业”过程的则是贝因美业绩的持续下滑，这也令市场各方对于公司的战略转型路径产生担忧。自2013年中报起，贝因美的业绩增速呈现阶梯型下降，以净利润指标为例，其净利润增长速度从2013年中期的94.21%下降至2013年三季报的64.28%，再下降至2013年年报的41.54%；2014年一季度报净利润更是呈现负增长，同比下降36.34%。

最新披露的2014年半年报净利润下降程度又进一步加深。今年上半年，贝因美实现营业收入24.05亿元，同比减少25.24%；实现归属于上市公司股东的净利润1.08亿元，同比减少72.09%。贝因美称，配方奶粉行业变革，公司正在进行业务转型和流程再造，致使重点产品婴幼儿配方乳粉销售在短期内销量下降，上半年营业收入下降幅度较大，盈利低于预期。公司还预计，今年前三季度净利润降幅为25%—75%。

贝因美业绩连季下降之时，国内另一家乳企伊利股份的奶粉业务则呈现上升趋势。2013年，伊利奶粉业务板块营业收入同比增长22.92%；今年上半年，其奶粉业务板块营收同比增长9.10%。

在贝因美披露半年报之后，兴业证券分析师黄茂下调了对贝因美的全年业绩预测，预计其2014年收入下降14%，净利润下降40%，暂时维持“中性”评级。同黄茂一样，多数分析师对于贝因美今年的业绩均持谨慎态度。中金公司预计贝因美的调整期需要持续大半年时间，对其2014年全年的业绩预期不高，希望公司能够尽快完成调整，2015年轻装上阵。

事实上，能以短期的调整换来未来的“轻装上阵”，也是贝因美所一直希望的。王振泰全力以，贝因美的核心是要打造永续经营的企业，盈利性只是其中重要的一部分，公司做的很多事情相当一部分不是为了今天，而是为了明天、后天。

一位对于贝因美持续关注的营销界人士对中国证券报记者表示，现在来评价贝因美的二次创业或者战略转型都为时尚早，见到效果至少要过两年。但就其聚焦婴童食品主业而言，方向是正确的，道路也是曲折的。

另一位行业人士则对贝因美的二次创业表示担忧。他认为，这两年是婴幼儿奶粉行业发展的最关键时期，行业政策的深入推进正在逐步改变婴幼儿奶粉行业的利益格局，所有企业都在使出浑身解数。作为国产奶粉老大的贝因美，如果不能全力以赴，还要被其他业务分散掉精力的话，失掉的市场将很难再拿回来。

非奶粉业务的加法挑战

“贝因美内部提出打造千亿企业的目标，曾经和业内专家谈过，他们都吓了一跳，因为目前中国婴幼儿奶粉市场总规模尚不足千亿。但是，贝因美的内部定位发生了较大变化，未来不能把贝因美简单解读为一个奶粉企业，未来贝因美的营业收入更多是来自非奶粉业务。”贝因美董事长王振泰对中国证券报记者表示。

同花顺数据显示，自2008年以来，贝因美的奶粉业务比重呈现持续增长态势，奶粉收入占公司营业收入的比重已从2008年年报的77.70%上升至2013年年报的94.41%，在今年中期该数字更是上升至96.21%。

当前为贝因美贡献9成以上收入的婴幼儿奶粉市场的巨大空间，是众所周知的。恒天然首席执行官西奥·史必根思8月27日也称，未来五年内中国对婴幼儿产品的需求，增量会比全世界其他地方加起来还要多。据AC尼尔森统计，2013年国内奶粉市场销售额约为600亿元。尼尔森还预测，未来几年婴儿奶粉将会以接近14%的年复合增长率，在2016年扩张至千亿规模。

对于奶粉业务地位的变化，王振泰解释，贝因美对于前景良好的奶粉并不是不重视，也不是减比例，而是要做加法，一方面丝毫不减弱奶粉的发展力度，另一方面也要加大对非奶粉业务的投入。

据了解，贝因美将其消费群体定位由此前的0—6岁拓展至当前的0—12岁，为此，在奶粉业务之外，贝因美还分别设立了辅食、亲子食品、儿童健康食品、母婴营养等事业部。王振泰认为，奶粉市场的竞争已经非常激烈，相较之下，婴童食品的可拓展空间更大。根据王振泰今年6月份的公开表态，未来贝因美的奶粉业务所占比重仅为三分之一。

按照贝因美的规划，其非奶粉业务中的主打产品——儿童奶下半年便将推向全国市场，也成为业界的主要关注点之一。

2013年11月，贝因美宣布投资3.5亿元在广西北海市设立儿童奶有限公司；今年，贝因美再次宣布投资5.88亿元在天津建设年产15万吨儿童配方奶及区域配送中心项目。安信证券分析师苏青青认为，贝因美完成了儿童奶产能对南北两大区的覆盖，两个项目完成后儿童奶产能将达

到21万吨，预计达产后儿童奶将会成为公司新的利润增长点。

儿童奶市场巨大的空间，正是业界关注贝因美儿童奶动作的主要原因。除了旺旺、娃哈哈等企业之外，几大乳业巨头伊利、蒙牛、光明均早已切入儿童奶市场，QQ星、未来星等也在近几年间分别快速发展成为伊利和蒙牛的明星产品，销售均在10亿元级以上。苏青青表示，儿童奶行业仍处于景气期，目前行业规模350亿元，每年仍保持30%的增长。

苏青青认为，贝因美做儿童奶业务是很自然的延伸，是随着孩子消费者们一起成长的，具有天然品牌和口碑优势。有多年奶粉生产的口碑在，贝因美切入儿童奶比其他从“白奶”拓展到婴幼儿奶的企业更具有被消费者认可的优势。其保守估计，贝因美2014年儿童奶销量可达2万吨，收入贡献2.6亿元。

不过，一位贝因美的经销商则向中国证券报记者表示，我们也希望推出儿童奶的结果是好的，但最终市场效果如何还很难说，因为要抢占别人的份额。现在儿童奶市场已经有伊利、蒙牛等强势品牌，竞争非常激烈，贝因美作为新进入者，必须要有更强的策略以及更好的执行。

贝因美半年报也显示，今年上半年，贝因美儿童奶有限公司销售收入为242.75万元，亏损1774万元。

除了市场掌控能力之外，贝因美进入非奶粉业务面临的另一个挑战是产品储备及研发。能否研发出适合市场需求、有差异性、有竞争力的婴童食品，对于“新兵”贝因美至关重要。但产品储备及研发需要不断的积累，并非一朝一夕之功。

“非奶粉业务发展的时间表跟科研的投入进度有关。”王振泰曾坦承，贝因美未来将会动用大量的科研力量来研究奶粉以外的婴童食品，将适合0—12岁尤其是3—12岁的产品做大做强，并尽快推向市场。

贝因美研究院相关负责人此前也表示，贝因美的业务发展脉络从研发中心的组织架构上就可以看出来，研究院分别设立了配方奶粉、辅食、亲子食品、儿童健康食品、母婴营养品等研发中心，希望在其他四个领域会有下一个配方奶粉那样的产品出现。

最差时候是否过去

“应该说已经到了谷底了，因为渠道库存已大幅下降，原料奶价格也在逐步下降，未来成本回到正常状态，会逐步好起来。”这是今年5月底被问及如何看待贝因美持续下降的业绩时，王振泰给出的答案。

库存偏高正是此前贝因美为各方所诟病的一个主要问题，也是导致公司业绩急剧下滑的重要原因。

河南一位贝因美经销商对中国证券报记者表示，今年销售下滑得很厉害，去年的压货导致今年价格很乱，流货窜货严重，经销商不赚钱。据他介绍，此前库存较多的时候有接近3个月的库存，现在库存已经基本恢复到正常状态，保持在一个多月。

对于高库存的情况，王振泰解释，去年从5月份开始，因主力产品产能不足、国际供应链供应不上，导致市场断货，后经多方努力至12月份产品才到了市场上，为满足此前订单并迅速补充市场，导致去年渠道库存偏高，更导致今年一季度以来销量跌入谷底、利润下滑。所以在进行内部流程再造的同时，贝因美一季度也开始净化渠道库存，“没有按照常规计划要求经销商补充订单，而是良性消化，渠道总趋势是越来越良性。”王振泰称。

根据贝因美半年报，今年第一季度实现营业收入10.88亿元，同比下降35.9%；第二季度实现营业收入13.17亿元，同比下降13.4%；同一季度相比，二季度收入降幅有所收窄，且收入环比增长21.08%。宏源证券陈嵩昆认为，这显示出贝因美渠道库存已逐步清理至正常状态，最差时点已经过去，三季度开始公司收入有望逐步企稳。

中金公司也上调了对贝因美2015/16的业绩预测。原因在于：看好公司一系列内外结合的“组合拳”的效应显现；考虑了对公司“绿爱+”及儿童奶业务预测；二季度公司收入环比增长20%，社会库存也降至12个月新低，显示调整接近尾声，公司基本面将触底反弹。

据了解，贝因美最新高端产品爱尔兰原装进口罐口奶粉“绿爱+”已上市，每罐售价335元。兴业证券指出，上半年，由于市场竞争加剧，尤其是高端的外资原装奶粉的降价，挤压了贝因美高端产品“爱

+

”（“爱+”只是原料进口，而定价不低于部分外资原装进口奶粉）的市场空间，也导致公司毛利率下滑。“绿爱+”上市后，预计2014/15分别贡献收入5亿/16亿元，部分取代之前的“爱+”，提升产品结构。

从行业层面而言，2013年以来，多部委联合在婴幼儿奶粉行业持续大力推行一系列变革，包括反垄断、进口管控、生产许可证重新审核、推动奶粉企业兼并重组等，政策肃清行业环境、扶持民族品牌、淘汰行业中小企业的意图明显。

《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》明确提出，到2015年底，争取形成10家左右年销售收入超过20亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团，前10家国产品牌企业的行业集中度达到65%；到2018年底，争取形成3—5家年销售收入超过50亿元的大型婴幼儿配方乳粉企业集团，前10家国产品牌企业的行业集中度超过80%。

申银万国证券表示，预计短期奶粉行业内竞争仍将加剧；中长期来看，在政府整合政策的推动之下，行业集中度提高是大势所趋，未来国产奶粉预计将是寡头竞争的格局。

政策背书之外，国产奶粉所特有的渠道优势令其或成为政策最大受益者。2008年至今，在国内婴幼儿奶粉市场，国产奶粉和外资奶粉几乎平分天下。不过，相较外资奶粉在一二线城市的高占率，国产奶粉的市场则主要集中在二三线及以下城市，甚至早已下沉到了乡镇市场。业界分析认为，国家“单独二胎”政策的逐步放开，对二三线城市的影响更大，因此引发的奶粉市场增量也更多出现在国产奶粉盘踞的二三线城市及以下市场。

“贝因美是最早进入地级市以及乡镇的奶粉品牌，三四线城市市场贝因美始终非常重视，将来也不会放松。”王振泰称。事实上，贝因美在国内覆盖8万多家销售网点，也是本次恒天然选择同其战略合作的一个重要原因。

瑞银证券王鹏在最新发布的报告中表示，贝因美基本面最坏的时刻应该已经过去，行业去库存阶段性结束，本土龙头企业有望依靠“政策背书+渠道优势”进一步提升市场份额。